

Company Update

Analyst 안지영

02) 6915-5675
jyahn@ibks.com

매수 (유지)

목표주가	130,000원
현재가 (10/15)	87,800원

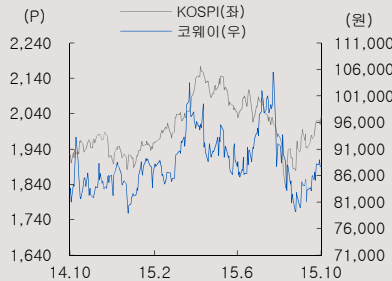
KOSPI (10/15)	2,033.27pt
시가총액	6,772십억원
발행주식수	77,125천주
액면가	500원
52주 최고가	105,500원
최저가	78,900원
60일 일평균거래대금	20십억원
외국인 지분율	52.4%
배당수익률 (2015F)	2.3%

주주구성	
코웨이홀딩스 외 9인	30.97%
국민연금	6.04%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	5%	-4%	1%
절대기준	10%	-8%	6%

	현재	직전	변동
투자이견	매수	매수	-
목표주가	130,000	130,000	-
EPS(15)	4,361	4,361	-
EPS(16)	4,839	4,839	-

코웨이 추가추이



본 조사분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 추가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

코웨이 (021240)

펀더멘털로 불안한センチ먼트 완화

15.3Q(yoy) 매출액 8%, 영업이익 18% 증가 전망

코웨이의 개별기준 2015년 3분기(yoy) 실적은 매출액 8%, 매출총이익 12%, 영업이익 18%, 순이익 32% 증가를 전망한다. 2분기는 정수기(탄산, 커피)위주의 신제품이 나왔으며, 3분기 이후 IOT 탑재의 청정기가 출시되고 있다. 이를 바탕으로 2015년 환경 가전은 연간 최고인 렌탈 판매량 142만대(14년 133만대) 기록 경신이 충분해 보인다. 한편 일시불은 매트리스와 전기레인지의 판매 호조와 달리 3분기에도 국내 화장품과 수출 부문 중 중국 청정기ODM 부분은 기저효과에 그칠 전망이다.

예비 입찰 1차 마감, 12월 입찰 마무리 예상

MBK파트너스는 지난 14일 코웨이 매각을 위한 예비 입찰을 마감했다. 금번 1차 마감에는 CJ그룹, 칼라일, 어피니티에쿼티파트너스, 중국 가전기업 캉자 및 기타 중국 기업으로 총 5개 업체가 참여했다. 2분기부터 구체적인 매각 진행이 이루어졌던 점에 근거할 때 예비 입찰은 예상보다 늦어졌으며 주된 이유는 3조원의 대형 M&A 규모 때문으로 판단된다. 그러나 MBK파트너스의 홈플러스 인수 절차를 고려하면 코웨이 입찰도 연내에 마무리 될 것으로 예상된다.

배당 모멘텀으로 불안한センチ먼트 완화

2015년 영업은 꾸준한 성장과 영업이익률 20%대 유지를 전망한다. 그러나 향후 새로운 최대주주의 자본력과 사업 배경에 따라 2016년 코웨이의 영업 전망도 변동성이 존재한다. 동사는 2012년 말 최대주주 교체 이후 사업전략제고를 통한 전사적 턴어라운드와 수익성 개선의 성과를 주주환원 정책에 반영해왔다. 2013년말 기준 연간배당성향 및 DPS는 각각 48.8%, 1,660원에서 2014년 61.1%, 2,000원으로 증가세를 이어 왔다. 2015년 구체적인 배당정책을 제시하고 있지 않지만 2013년과 2014년에 기준할 때, 최소 50%~55%는 가능할 전망이다. 업종 내 경기 방어적이고 독자적인 수익모델과 높은 영업이익률 및 배당정책 등에 근거할 때 기존 밸류에이션 수준과 목표주가 130,000원을 유지한다.

(단위: 십억원배)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	1,934	2,014	2,119	2,338	2,522
영업이익	333	377	433	475	518
세전이익	351	330	441	498	535
당기순이익	253	243	336	373	390
EPS(원)	3,283	3,150	4,361	4,839	5,060
증가율(%)	111.4	-4.1	38.4	11.0	4.6
영업이익률(%)	17.2	18.7	20.4	20.3	20.5
순이익률(%)	13.1	12.1	15.9	16.0	15.5
ROE(%)	28.6	24.0	29.1	26.3	23.2
PER	20.2	26.7	20.1	18.1	17.4
PBR	5.3	6.1	5.4	4.3	3.8
EV/EBITDA	10.0	11.4	10.7	10.0	9.1

자료: Company data, IBK투자증권 예상

15.3Q(yoy) 매출액 8%, 영업이익 18% 증가 전망

2015년 3분기
 본업 강화기조 유지
 국내 환경가전
 렌탈 매출 +8.6%,
 일시불 +11.7%
 -혁신 신제품 확대와
 유통 채널 다양화
 (2분기 정수기 부문 신제품
 출시에 이은
 하반기 IOT탑재한 청정기
 출시)
 반면
 화장품(판관비 제한)과
 수출(법인항은 긍정적
 반면에 중국ODM부진)은
 기저효과 수준

코웨이의 개별기준 2015년 3분기(yoy) 실적은 매출액 8%, 매출총이익 12%, 영업이익 18%, 순이익 32% 증가를 전망한다. 2분기는 정수기(탄산, 커피)위주의 신제품이 나왔으며, 3분기부터 IOT를 탑재한 청정기가 출시되고 있다. 이를 통해 연간 142만대(14년 133만대)의 최고 렌탈 판매량 시현이 충분할 전망이다. 한편 핵심 렌탈가전과 일시불 매트리스와 전기레인지 부문의 판매 호조 전망과 달리 3분기에도 국내 화장품과 중국 청정기 ODM은 기저효과에 그칠 것으로 예상된다.

국내 화장품 부문이 업황 호조에 편승하지 못하는 이유는 시판 채널 확대에도 기본적인 수익모델이 방문판매에 국한되어 있기 때문이다. 뿐만 아니라 핵심 사업에 전략과 역량을 집중해 온 탓에 적극적인 마케팅 비용 집행도 제한적인 면이 있다. 해외는 말레이시아와 미국의 현지 법인의 꾸준한 성장에도 불구하고, 중국 청정기 ODM 수출이 뚜렷한 변화를 가져오지 못하고 있는 것으로 생각된다. 주된 요인은 고객사의 시장점유율이 최상위에 있음에도 불구하고 현재 중국 청정기 시장은 최저가 업체들이 난립하고 있어, 가격 경쟁에서 영향을 받고 있기 때문으로 판단된다.

표 1. 코웨이 IFRS 별도 15.3Q 전망

(단위: 억원 %)

	14.3Q	15.2Q	15.3Q(F)	QoQ	YoY	컨센서스	차이
매출액	4,961	5,275	5,360	1.6	8.0	5,313	1.1
렌탈	3,527	3,712	3,829	3.2	8.6	-	-
멤버십	469	454	480	5.7	2.4	-	-
일시불	318	414	355	-14.3	11.7	-	-
화장품	172	211	205	-2.8	19.3	-	-
수출	330	390	371	-4.9	12.4	-	-
기타(수처리)	146	95	120	26.3	-17.7	-	-
매출총이익	3,336	3,607	3,724	3.2	11.6	3,667	1.6
영업이익	970	1,117	1,144	2.4	17.9	1,123	1.9
GPM	67.2	68.4	69.3	1.0	2.1	69.0	0.3
OPM	19.6	21.2	21.3	0.1	1.7	21.1	0.2
순이익	664	850	876	3.1	31.9	883	-0.8

자료: 코웨이, IBK투자증권

표 2. 2014년 및 2015년 전망

(단위: 억원 %)

	14.1Q	14.2Q	14.3Q	14.4Q	15.1Q	15.2Q	15.3Q(F)	15.4Q(F)	2014	YoY	2015F	YoY
매출액	4,948	5,233	4,961	4,995	5,059	5,275	5,360	5,489	20,137	4.1	21,193	5.2
렌탈	3,424	3,467	3,527	3,588	3,633	3,712	3,829	3,893	14,006	5.0	15,067	7.6
멤버십	439	457	469	469	460	454	480	495	1,834	6.4	1,889	3.0
일시불	276	374	318	267	300	414	355	345	1,235	-17.3	1,414	14.5
화장품	210	223	172	200	230	211	205	255	804	5.2	931	15.8
수출	452	557	330	335	330	390	371	366	1,674	15.7	1,437	-14.1
기타(수처리)	148	154	146	136	106	95	120	135	584	1.0	456	-22.0
매출총이익	3,255	3,428	3,336	3,430	3,468	3,607	3,724	3,759	13,403	4.9	14,558	8.6
GPM	65.8	65.5	67.2	68.7	68.6	68.4	69.3	68.5	66.6	0.5	68.7	2.1
영업이익	898	976	970	932	989	1,117	1,144	1,081	3,776	13.3	4,331	14.7
OPM	18.1	18.7	19.6	18.7	19.5	21.2	21.3	19.7	18.8	1.5	20.4	1.7
순이익	661	652	664	453	751	850	876	884	2,430	-4.0	3,361	38.3

자료: 코웨이, IBK투자증권

배당 모멘텀으로 불안한センチ먼트 완화

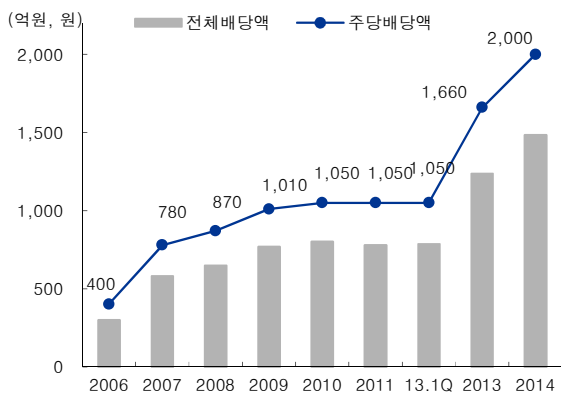
MBK파트너스의
홈플러스 인수 절차 근거
코웨이 매각은
연내 마무리 추정

안정된 실적과
배당 모멘텀으로
불안한センチ먼트 완화

최근 내수 업종 내 화두는 중국 프리미엄을 받고 있는 아모레퍼시픽, 호텔신라와 구조적 성장성 둔화 리스크에 노출된 백화점, 할인점간의 극명한 밸류에이션 대조에 있다. 동사는 이러한 분위기와는 다르게 국내외적 환경 이슈에 근거한 사업모델의 안정 성장에 기반하고 있다. 그러나 고객니즈를 신속하게 반영하는 유형의 기술력과 무형의 서비스 관련 영업네트워크를 강화하고 있어 철저한 경쟁 우위에 있는 독자적 사업모델로 프리미엄을 유지가 충분한 것으로 판단한다.

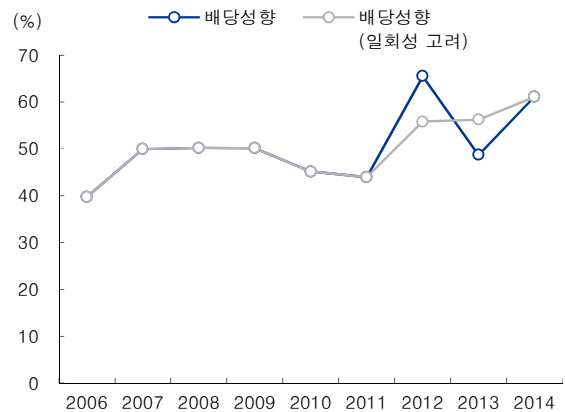
2015년 하반기 영업은 급격한 턴어라운드 보다 안정성장과 영업이익률 20%대 유지를 전망한다. 그러나 향후 새로운 최대주주의 자본력과 사업 배경에 따라 2016년 코웨이의 영업 전망에도 변동성이 존재 한다. 동사는 2012년 말 최대주주 교체 이후 사업전략제고를 통한 전사적 턴어라운드와 수익성 개선의 성과를 주주환원 정책에 반영해왔다. 2015년 구체적인 배당정책을 제시하고 있지 않지만 2013년과 2014년에 기준할 때, 최소 50%~55%는 가능할 전망이다. 업종 내 경기 방어적인 독자적 수익모델과 높은 영업이익률 및 배당정책 등에 근거할 때 기존 밸류에이션과 목표주가를 유지한다.

그림 1. 코웨이 배당액 추이



자료: 코웨이, IBK투자증권

그림 2. 코웨이 배당성향 추이(12년 배당의 13년 1분기배당 조정)



자료: 코웨이, IBK투자증권

참고: 2012년은 2013년 1분기에 배당. 2012년 당기순이익은 일회성 비용 274억원 조정 (성과급 156억원, 불용재고 폐기 118억원), 2013년 당기순이익은 웅진케미칼 매각차익 340억 조정

표 3. 목표주가 및 밸류에이션 현황- 목표주가 130,000원 및 매수이건 유지 (단위: 억원, 원, 천주)

	기존	변경
실적 추정치	15년 추정 EPS 4,361 16년 추정 EPS 4,839	15년 추정 EPS 4,361 16년 추정 EPS 4,839 15년 추정 Forward EPS 4,760
Target P/E valuation	IBK화장품 생활용품 및 에스원 평균 Trailing P/E적용 30배	IBK화장품 생활용품 및 에스원 평균 Trailing P/E적용 27배
15년 예상 순현금	100	300
주식수	77,124	77,124
목표주가	130,000원	130,000원

자료: IBK투자증권

포괄손익계산서

(십억원)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	1,934	2,014	2,119	2,338	2,522
증가율(%)	7.0	4.1	5.3	10.3	7.9
매출원가	652	673	664	800	883
매출총이익	1,282	1,340	1,455	1,538	1,639
매출총이익률 (%)	66.3	66.6	68.7	65.8	65.0
판매비	949	963	1,023	1,069	1,122
판매비율(%)	49.1	47.8	48.3	45.7	44.5
영업이익	333	377	433	475	518
증가율(%)	46.3	13.3	14.6	9.7	9.2
영업이익률(%)	17.2	18.7	20.4	20.3	20.5
순금융손익	-14	-9	-7	62	17
이자손익	-14	-9	-4	-2	5
기타	0	0	-3	64	12
기타영업외손익	-9	-9	1	-39	-5
중속/관계기업손익	40	-31	14	0	5
세전이익	351	330	441	498	535
법인세	97	87	104	124	144
법인세율	27.8	26.3	23.7	25.0	27.0
계속사업이익	253	243	336	373	390
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	253	243	336	373	390
증가율(%)	111.4	-4.1	38.4	11.0	4.6
당기순이익률 (%)	13.1	12.1	15.9	16.0	15.5
지배주주당기순이익	253	243	336	373	390
기타포괄이익	-1	-8	-1	106	0
총포괄이익	253	235	335	479	390
EBITDA	522	577	627	650	696
증가율(%)	30.6	10.6	8.7	3.7	7.0
EBITDA마진율(%)	27.0	28.7	29.6	27.8	27.6

투자지표

(12월 결산)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
주당지표(원)					
EPS	3,283	3,150	4,361	4,839	5,060
BPS	12,543	13,732	16,242	20,529	23,182
DPS	2,710	2,000	2,000	2,500	2,500
밸류에이션(배)					
PER	20.2	26.7	20.1	18.1	17.4
PBR	5.3	6.1	5.4	4.3	3.8
EV/EBITDA	10.0	11.4	10.7	10.0	9.1
성장성지표(%)					
매출증가율	7.0	4.1	5.3	10.3	7.9
EPS증가율	111.4	-4.1	38.4	11.0	4.6
수익성지표(%)					
배당수익률	4.1	2.4	2.3	2.8	2.8
ROE	28.6	24.0	29.1	26.3	23.2
ROA	15.1	15.1	20.3	20.9	19.9
ROIC	29.0	27.0	34.8	35.4	35.3
안정성지표(%)					
부채비율(%)	69.6	48.8	38.2	16.0	16.9
순차입금 비율(%)	12.1	5.4	-3.9	-16.3	-24.5
이자보상배율(배)	19.0	34.8	80.7	141.8	-241.6
활동성지표(배)					
매출채권회전율	7.1	7.5	7.5	7.6	7.6
재고자산회전율	47.0	48.7	48.3	48.7	48.6
총자산회전율	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
유동자산	642	573	661	763	1,002
현금및현금성자산	201	106	159	218	415
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	266	274	294	318	343
재고자산	41	42	46	50	54
비유동자산	999	1,003	1,070	1,075	1,088
유형자산	597	618	663	661	668
무형자산	151	148	139	129	119
투자자산	154	123	125	130	134
자산총계	1,641	1,576	1,731	1,837	2,090
유동부채	637	468	408	193	237
매입채무및기타채무	30	47	51	55	60
단기차입금	172	163	110	60	76
유동성장기부채	146	0	0	-100	-100
비유동부채	37	49	70	60	65
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	674	517	478	254	302
지배주주지분	967	1,059	1,253	1,583	1,788
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	131	131	132	132	132
자본조정등	-94	-114	-109	-109	-109
기타포괄이익누계액	0	0	0	106	106
이익잉여금	890	1,002	1,189	1,413	1,618
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	967	1,059	1,253	1,583	1,788
비이자부채	356	354	368	294	327
총차입금	318	163	110	-41	-24
순차입금	117	57	-49	-259	-439

현금흐름표

(십억원)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
영업활동 현금흐름	518	498	492	496	533
당기순이익	253	243	336	373	390
비현금성 비용 및 수익	348	410	279	147	160
유형자산감가상각비	181	192	183	166	168
무형자산감가상각비	7	8	11	10	10
운전자본변동	-42	-57	-77	-22	-22
매출채권등의 감소	-8	-17	-29	-25	-25
재고자산의 감소	11	1	-3	-4	-4
매입채무등의 증가	1	17	4	4	4
기타 영업현금흐름	-41	-98	-47	-2	5
투자활동 현금흐름	-58	-269	-540	-130	-194
유형자산의 증가(CAPEX)	-246	-276	-263	-169	-179
유형자산의 감소	6	8	4	5	4
무형자산의 감소(증가)	-2	-6	-3	0	0
투자자산의 감소(증가)	179	2	19	59	7
기타	4	2	-297	-26	-26
재무활동 현금흐름	-377	-325	-185	-306	-313
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-377	-325	-185	-306	-313
기타 및 조정	0	0	286	0	0
현금의 증가	82	-96	53	60	26
기초현금	119	201	106	159	218
기말현금	201	106	159	218	245

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.
 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.
 조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
 당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								
해당사항없음												

투자의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자의견 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2014.10.01~2015.09.30)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	122	89.7
중립	14	10.3
매도	0	0.0

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

